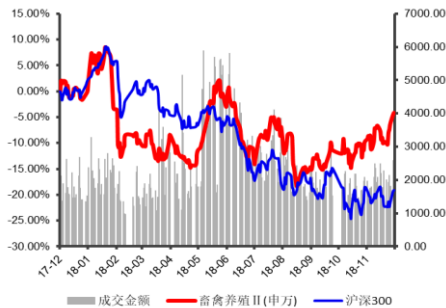


农林牧渔

养猪行业：产能周期见顶，19年将加速去化

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告：

《周报(第48周): 鸡价高位震荡, 猪价普遍上涨》--2018/12/02

《周报(第47周): 鸡苗价格新高, 禽养殖板块逆势上涨》--2018/11/26

《行业商誉风险点评——预计商誉减值风险不大, 对业绩影响有限》--2018/11/21

证券分析师：程晓东

电话：010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511050002

报告摘要

疫情蔓延，防控升级。2018年8月3日，农业农村部公布了我国辽宁省沈阳市一养猪户发生非洲猪瘟疫情。随后，在河南、江苏、安徽、浙江、黑龙江、内蒙古、吉林等省区也陆续出现疫情。截至2018年12月5日，全国有21个省（或直辖市）累计发生79起家猪疫情、2起野猪疫情，疫情形势十分严峻。疫情发生以后，政府启动了应急响应预案，主要采取了疫区扑杀和无害化处理、限制疫情所在地区生猪及制品调运、禁止泔水饲喂等防控措施，以便及时扑灭疫情。随着疫情的蔓延，防控措施趋向严格。

产能周期见顶，19年将加速去化。结合农业部监测数据和上市公司定期发布的生产性生物资产数据来看，进入2017年，散养户及规模场的能繁母猪存栏量先后步入下降通道，大型养殖公司产能增长于近期停滞：1)散养户：存栏量自2017年初以来持续下降，目前已降至近两年的最低点，2018年前10月存栏量均值同比下降了5.26%；2)规模场：场均存栏量自2018年4月开始持续下降，7-8月份有所回升后9-10月份再次下降，且环比降幅较大。3)大型养殖公司：进入2018年以来，14家养猪上市公司产能扩张逐季放缓，3季度末环比增速为0.24%，扩张几乎停止，同比增速19.45%。我们用上述数据来模拟全国产能增长情况，设定散养户、规模场、大型养殖公司三者产能占比结构为50%、35%和15%，测算出来2018年1-3季度末全国能繁母猪存栏量同比增速为2.12%/-2.65%/-4.04%。从测算结果来看，行业产能连续两个季度同比负增长，周期见顶信号明确。非洲猪瘟疫情蔓延将进一步加快行业产能去化进程，我们判断2019年行业产能将进一步下降，同比降幅或5-10%。

规模场技术进步显著放缓，疫情持续期间全国MSY均值或持平略减。进入2017年，规模场MSY始终在20-20.5之间徘徊，技术进步势头显著放缓。由于规模化占比不断提升，全国平均MSY仍有上升但幅度较小。据有关数据统计，欧洲、美国MSY均值分别为22头和24头。和欧美相比，国内规模场MSY提升空间不大。从有关资料和调研情况来看，非洲猪瘟会影响母猪繁殖能力导致其下降。我们判断，在疫情持续期间，全国平均MSY或在现有水平上持

平略降。从长期来看，全国平均 MSY 的上升将主要依赖于规模化养殖占比的拉升。

出栏提前，出栏重量回升将受到疫情压制。我们详细测算了温氏股份和天邦股份的肥猪出栏体重。从数据来看，进入 2018 年 3 月，以上市公司为代表的大型养殖公司提前出栏行为特征明显，出栏均重逐月下降，8 月份非洲猪瘟疫情发生以后加速下降，10-11 月份略有反弹，但同比仍明显下降，温氏股份 11 月份出栏重量为 113.64 公斤，同比下降了 5.12%。我们认为，大型养殖公司提前出栏主要受到两方面因素的影响：1) 养殖效益偏低，提前出栏有利于降低损失；2) 疫情蔓延，提前出栏有利于规避疫病风险；其中后者是出栏行为变化的核心驱动因素。从调研情况来看，散养户和规模场受活猪禁运影响不得不压栏，但后期集中出栏之后也倾向于提前出栏。因此，综合判断，我们认为在疫情蔓延期间，养殖场户提前出栏行为将不会有明显改变，19 年出栏重量或下降 1-2% 左右。

受供给下降影响，预计 19-20 年猪周期将步入上行阶段。依据上述对产能、MSY 和出栏重量的判断，我们测算 2019 年国内猪肉产量将减少约 200 万吨，同比降幅 3-4%，2020 年将在 19 年基础上继续下降并且降幅进一步扩大。进口方面，受中美贸易战缓和的影响，预计 19 年进口美国猪肉量将有所提升，边际增量预估为 42 万吨，进口量的增长难以弥补产量下降。从供给端来看，预计 19 猪价将触底反转，猪周期将步入两年的上行阶段。

维持养猪行业“看好”评级，重点推荐三小和两大。三小是正邦科技、天邦股份、唐人神，两大是牧原股份和温氏股份。

风险提示：产能去化进程不及预期，技术进步超预期，疫情得到有效控制甚至根除。

表1：重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 18/12/04
			2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
002157	正邦科技	买入	0.23	0.04	0.68	1.50	22.65	146.76	7.66	3.47	5.18
002567	唐人神	买入	0.39	0.26	0.50	0.92	13.87	20.82	10.82	5.89	5.48
002124	天邦股份	买入	0.34	0.18	0.70	1.10	18.68	34.79	9.07	5.77	6.52
002714	牧原股份	买入	2.12	0.49	1.50	1.80	13.04	56.40	18.43	15.36	28.6
300498	温氏股份	买入	1.29	0.89	1.20	1.40	20.18	29.37	21.75	18.64	26.05

资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafal@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。